

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych kwietniowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w kwietniu do 51,9 pkt. wobec 51,6 pkt. w marcu. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały efekty niskiej bazy sprzed miesiąca, jak również prawdopodobna dalsza poprawa sytuacji w chińskim przetwórstwie (wzrost nowych zamówień przyczyniający do zwiększenia produkcji w niemieckim przetwórstwie). W ujęciu geograficznym, wzrost wskaźnika wynikał z poprawy koniunktury zarówno w Niemczech, jak i we Francji. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne dla oceny perspektyw światowego handlu. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że jego wartość zwiększyła się do 7,0 pkt. w kwietniu z -3,6 pkt. w marcu. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w marcu o 1,0% m/m wobec spadku o 0,2% w lutym ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w marcu do 0,2% m/m wobec 0,0% w lutym, co było wynikiem wyższej dynamiki produkcji w kategorii „dostawa mediów”. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1220 tys. w marcu wobec 1162 tys. w lutym) oraz pozwoleń na budowę (1285 tys. wobec 1291 tys.) wskażą na stabilizację sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że wskaźnik NY Empire State zwiększył się do 6,5 pkt. w kwietniu wobec 3,7 pkt. w marcu, a indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 10,0 pkt. w kwietniu wobec 13,7 pkt. w marcu. Materializacja tych prognoz będzie spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym w I kw. br. nastąpi nieznaczny spadek sprowadzonego do wymiaru rocznego tempa wzrostu PKB w USA do 2,1% wobec 2,2% w IV kw. 2018 r. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W środę opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. zmniejszyło się do 6,3% wobec 6,4% w IV kw. (1,4% kw/kw wobec 1,5% w IV kw.). Pozostałe dane miesięczne wskażą sumarycznie na lekkie przyspieszenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w marcu. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,2% r/r w marcu wobec 5,3% w lutym, sprzedaż detaliczna wzrosła o 7,3% r/r wobec 8,2% w lutym, a inwestycje w aglomeracjach miejskich zwiększyły się o 6,3% r/r wobec 6,1% w lutym. Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **Dzisiaj poznamy finalne dane o marcowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w dół w porównaniu do wstępnego szacunku (1,7% r/r wobec 1,2% w lutym). Uważamy, że w kierunku wzrostu wskaźnika w marcu oddziaływała wyższa dynamika wszystkich jego składowych (cen żywności, paliw i innych nośników energii oraz towarów i usług uwzględnianych przy obliczaniu inflacji bazowej). Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W środę poznamy marcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 2,9%. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 7,2% r/r w marcu wobec 7,6% w lutym, co było efektem przesunięć zmiennych składników wynagrodzenia w górnictwie. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki

- konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- ✓ **W czwartek poznamy dane o marcowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 4,3% r/r wobec 6,9% w lutym. W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe i osłabienie popytu zagranicznego. Uważamy, że materializacja prognozy, spójnej z oczekiwaniami rynkowymi, będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
  - ✓ **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** Ostatnia aktualizacja oceny wiarygodności kredytowej przez Moody's była zaplanowana na październik 2018 r., jednak agencja nie dokonała wtedy rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego. Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą stabilną). We wcześniejszych raportach agencja zwracała uwagę na ewentualne trwałe pogorszenie sytuacji w finansach publicznych jako czynnik oddziałujący w kierunku obniżenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Uważamy, że agencja Moody's podobnie jak S&P (patrz poniżej) uzna postulowane przez rząd zmiany w polityce fiskalnej jako działanie procykliczne. Niemniej jednak oczekujemy, że rating i jego perspektywa zostaną niezmienione. Niemniej jednak oczekujemy, że rating i jego perspektywa zostaną niezmienione. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków. Decyzja agencji zgodna z naszymi oczekiwaniami będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- ✓ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa S&P utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** Jako uzasadnienie takiej oceny wiarygodności kredytowej S&P wskazał na zrównoważony wzrost gospodarczy, wysoki kapitał ludzki, członkostwo Polski w UE, umiarkowane poziomy zadłużenia prywatnego i publicznego, dobre statystyki dotyczące zadłużenia zagranicznego i rozwinięty rynek kapitałowy. Zgodnie z komunikatem, rating mógłby zostać podniesiony, jeśli utrzyma się szybkie tempo wzrostu gospodarczego (wyższe niż u głównych partnerów handlowych) bez zwiększenia długu zagranicznego (tj. bez wzrostu deficytu w na rachunku obrotów bieżących) oraz jeśli nominalna wartość długu publicznego będzie się obniżać dzięki utrzymywaniu nadwyżki budżetowej. Podwyżka ratingu mogłaby nastąpić również, jeśli wprowadzenie Pracowniczych Programów Kapitałowych przyczyniłoby się do wzrostu oszczędności prywatnych. Jednocześnie agencja zwróciła uwagę na ewentualne znaczące pogorszenie sytuacji w finansach publicznych lub szybszy od oczekiwań wzrost płac (przyczyniający się do pogorszenia konkurencyjności) jako czynniki oddziałujące w kierunku pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Agencja oceniła, że zaproponowane przez rząd zmiany w polityce fiskalnej (tzw. pakiet fiskalny) mają charakter procykliczny i przyczynią się do wzrostu deficytu sektora finansów publicznych. S&P zrewidował w górę swoją prognozę deficytu sektora GG w relacji do PKB w 2020 r. z 2,0% do 2,6% i oczekuje, że utrzyma się on na tym poziomie w latach 2021-2022. Uważamy, że agencja będzie potrzebowała kilku kwartałów w celu oceny rezultatów działania PPK. W rezultacie oczekujemy, że w horyzoncie kilku kwartałów S&P nie zmieni ratingu Polski. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję ratingu Polski jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu odbył się nadzwyczajny szczyt Rady Europejskiej, na którym zdecydowano o odłożeniu terminu *Brexitu* do 31 października br.** Warunkiem wydłużenia terminu jest udział Wielkiej Brytanii w wyborach do Parlamentu Europejskiego, które odbędą się w dniach 23-26 maja. W innym przypadku *Brexit* nastąpi 31 maja br. Jednocześnie w komunikacie z ustaleniami szczytu podkreślono, że treść umowy w sprawie *Brexitu* nie podlega re negocjacji. Zgodnie z ustaleniami szczytu Wielka Brytania może opuścić UE wcześniej niż 31 października br.

jeśli zaakceptuje wynegocjowaną przez T. May umowę w sprawie *Brexitu*. Reakcja rynku na ustalenia szczytu była ograniczona. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Wielka Brytania nie opuści UE bez umowy. W konsekwencji, podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym na koniec 2019 i 2020 r. kurs GBPLN wyniesie odpowiednio 5,00 i 4,88.

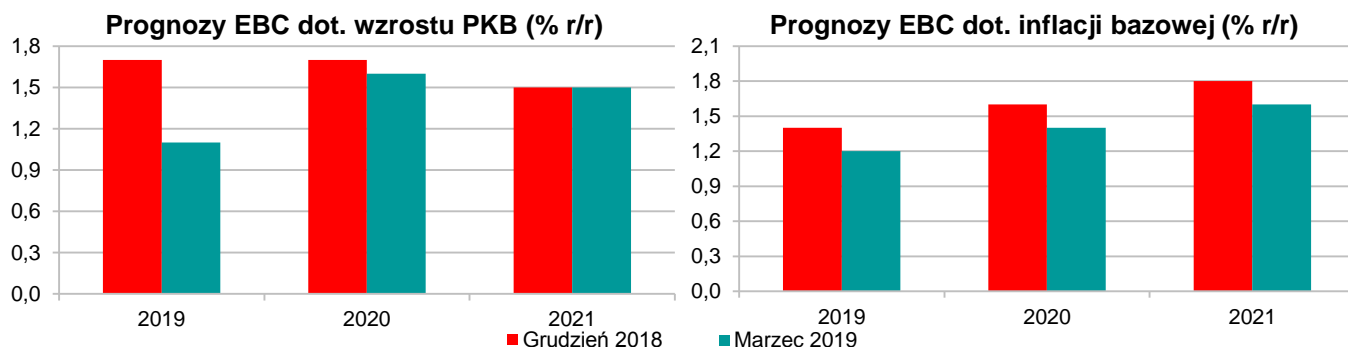
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** W komunikacie po posiedzeniu utrzymany został zapis, zgodnie z którym EBC oczekuje że „stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2019 r., w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do zapewnienia dalszego trwałego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”. Wydzwięk konferencji po posiedzeniu EBC w ubiegłym tygodniu potwierdził zmianę nastawienia banku centralnego zasygnalizowaną już w marcu – odejście od stopniowej normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro (realizowanej od czerwca 2018 r.) w stronę możliwości dalszego jej złagodzenia (patrz poniżej). Prognozujemy, że stopy procentowe w strefie euro pozostaną na niezmiennym przynajmniej do połowy 2021 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z oczekiwaniami zapis dyskusji potwierdził zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej na bardziej gotębie. Na szczególną uwagę zasługuje fragment, zgodnie z którym członkowie FED dostrzegają znaczącą niepewność dotyczącą perspektyw gospodarczych i sytuacji na rynkach finansowych. Zwrócili oni także uwagę, że presja inflacyjna w USA pozostaje ograniczona. Jednocześnie kilku członków FED zaznaczyło, że ich poglądy dotyczące kierunku zmiany stóp procentowych w USA mogą się zmieniać wraz z napływającymi danymi. Gotębi wydzwięk *Minutes* stanowi wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych w USA w latach 2019-2020. Rynek wycenia obecnie obniżkę stóp procentowych o ok. 20 pb w 2019 r.
- **Inflacja CPI w USA zwiększyła się w marcu do 0,4% m/m wobec 0,2% w lutym (1,9% r/r w marcu wobec 1,5% w lutym), przy oczekiwaniach rynku równych odpowiednio 0,2% m/m i 1,8% r/r.** W kierunku zwiększenia inflacji w ujęciu miesięcznym oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miało niższe tempo wzrostu cen żywności. Inflacja bazowa nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 0,1% (2,0% m/m w marcu wobec 2,1% w lutym), kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (odpowiednio 0,2% m/m i 2,1% r/r). Stabilizacja inflacji bazowej wskazuje na osłabienie presji inflacyjnej, mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach lekkiego wzrostu presji płacowej. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych w USA w latach 2019-2020 (patrz powyżej). W ubiegłym tygodniu opublikowany został także wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w kwietniu do 96,9 wobec 98,4 pkt., co wynikało z obniżenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. 2019 r. zmniejszy się do 2,0% wobec 2,1% w I kw.
- **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w marcu do 32,6 mld USD wobec 4,1 mld USD w lutym, co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (8,8 mld USD).** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w marcu do 14,2% r/r wobec -20,8% w lutym, a dynamika importu spadła do -7,6% r/r wobec -5,2%, co było odpowiednio powyżej i poniżej konsensusu rynkowego (7,3% i -1,3%). Silny wzrost dynamiki eksportu wynikał przede wszystkim z ustąpienia efektu statystycznego związanego z wcześniejszym niż w 2018 r. terminem święta Chińskiego Nowego Roku, co zwiększało aktywność w handlu zagranicznym w styczniu i znacząco ją obniżyło w lutym. Z tego powodu dopiero dane za kwiecień pozwolą na dokładniejszą ocenę sytuacji w chińskim handlu zagranicznym. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. nowych kredytów, których wartość w marcu wyniosła 1690 mld CNY wobec 886 mld CNY w lutym, przy oczekiwaniach równych 1200 mld CNY, co wskazuje na pierwsze efekty polityki Ludowego Banku Chin mającej na celu pobudzenie popytu wewnętrznego poprzez zwiększenie akcji kredytowej. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w I poł. br. dojdzie do dalszego spowolnienia chińskiego wzrostu PKB, który w II kw. br. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 6,1% r/r. W II poł. br. prognozujemy

przyspieszenie wzrostu gospodarczego i w konsekwencji w całym 2019 r. dynamika PKB w Chinach wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.

**W lutym odnotowano deficyt obrotów bieżących w Polsce w wysokości 1 386 mln EUR wobec nadwyżki na poziomie 1 825 mln EUR w styczniu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług, dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 1037 mln EUR, 172 mln EUR, 1585 mln EUR i niższe 417 mln EUR niż w styczniu). Dynamika eksportu zwiększyła się w lutym do 10,0% r/r wobec 5,0% w styczniu, a dynamika importu wzrosła do 13,4% wobec 4,9%, co w znacznym stopniu wynikało z efektów niskiej bazy sprzed roku. Czynnikiem sprzyjającym zwiększeniu dynamiki eksportu był również wzrost aktywności w działach eksportowych polskiego przetwórstwa w lutym (por. MAKROpuls z 20.03.2019). Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB w I kw. obniży się do -1,0% wobec -0,7% w IV kw. 2018 r.

## Nastawienie EBC coraz bardziej gotębie

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC. W komunikacie po posiedzeniu utrzymany został zapis, zgodnie z którym EBC oczekuje że „stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2019 r., w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do zapewnienia dalszego trwałego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”.



Źródło: EBC, Credit Agricole

Należy zwrócić uwagę, że w marcu EBC wyraźnie zrewidował w dół swoje prognozy dotyczące tempa wzrostu gospodarczego i inflacji w latach 2019-2021 w strefie euro (por. wykres). Zgodnie z przedstawioną wówczas projekcją cel inflacyjny EBC nie zostanie osiągnięty w horyzoncie prognozy. Na posiedzeniu w ubiegłym tygodniu prezes EBC M. Draghi wyrażał się jeszcze bardziej pesymistycznie niż w marcu o perspektywach makroekonomicznych obszaru wspólnej waluty. Podobnie jak inni członkowie Rady Prezesów dostrzega on osłabienie wzrostu gospodarczego, w tym mniejszą presję inflacyjną. Prezes EBC dopuszcza scenariusz wystąpienia recesji w strefie euro, jednak na razie uważa on, że prawdopodobieństwo materializacji takiego ryzyka jest bardzo niskie. Niemniej jednak zwrócił on uwagę, że EBC jest gotowy do działania, jeśli sytuacja makroekonomiczna będzie tego wymagała.

Tym samym wydzwięk konferencji po posiedzeniu EBC w ubiegłym tygodniu potwierdził zmianę nastawienia banku centralnego zasygnalizowaną już w marcu – odejście od stopniowej normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro (realizowanej od czerwca 2018 r.) w stronę możliwości dalszego jej złagodzenia. Pierwszym z elementów łagodzących politykę monetarną jest planowane uruchomienie trzeciej rundy programu TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*). Program TLTRO polega na udzielaniu bankom komercyjnym długoterminowych pożyczek mających na celu pobudzenie akcji kredytowej. Szczegółowe informacje o warunkach nowej serii TLTRO zostaną ogłoszone na jednym z najbliższych posiedzeń (oczekujemy, że w czerwcu). Stawki zastosowane w nowej rundzie programu

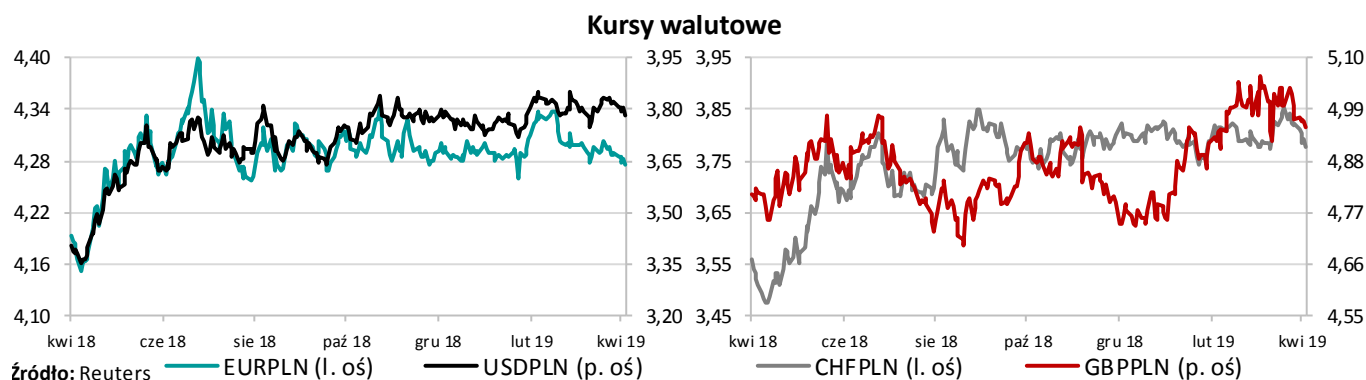
będą uwzględniać wnikliwą ocenę mechanizmu transmisji polityki pieniężnej przez kanał bankowy oraz przyszłe kształtowanie się perspektyw gospodarczych.

Podczas konferencji M. Draghi zwrócił uwagę, że EBC rozważy także, czy utrzymanie korzystnego oddziaływania ujemnych stóp procentowych na gospodarkę nie wymaga złagodzenia ich ewentualnych efektów ubocznych dla funkcji pośredniczącej banków. Uważamy, że jest to nawiązanie do ewentualnego wprowadzenia rozwiązania polegającego na zróżnicowaniu (*tiering*) poziomu oprocentowania (względem ujemnej stopy depozytowej), jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym. M. Draghi zwrócił jednak uwagę, że na razie Rada Prezesów nie dyskutowała na temat ewentualnego wprowadzenia takiego rozwiązania. Zapytany, czy ewentualne wprowadzenie takiego środka pozwoliłoby EBC na utrzymywanie stopy depozytowej na ujemnym poziomie przez dłuższy czas lub dalsze obniżki stóp procentowych, M. Draghi zaznaczył, że trudno obecnie powiązać te elementy ze sobą i będzie wymagało to pogłębionej analizy po stronie banku centralnego.

Zakładając, że ewentualne zróżnicowanie poziomu oprocentowania, jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym doprowadzi do zwiększenia efektywnej stopy depozytowej o 0,1 pkt. proc. to wpływ takiego działania EBC na wynik sektora bankowego w strefie euro będzie ograniczony. Szacujemy, że przyczyni się ono do zwiększenia łącznego wyniku banków komercyjnych o ok. 1,9 mld EUR (1,8% zysku netto z 2017 r.). Oznacza to, że efekty zastosowania takiego narzędzia będą miały ograniczony wpływ na kapitały banków i akcję kredytową. Zatem takie rozwiązanie będzie oddziaływało na warunki makroekonomiczne głównie poprzez kanał sygnalizacji polityki pieniężnej („niskie/niższe stopy procentowe przez dłuższy czas”). Należy jednak zwrócić uwagę, że podobny rezultat EBC może osiągnąć przez odpowiednią modyfikację *forward guidance*.

Wydźwięk konferencji po kwietniowym posiedzeniu EBC stanowi wsparcie dla naszego scenariusza polityki pieniężnej w strefie euro (pierwsza podwyżka stóp dopiero w połowie 2021 r.). Nie możemy wykluczyć scenariusza dalszych obniżek stóp procentowych w strefie euro (w przypadku zróżnicowania oprocentowania środków banków komercyjnych lokowanych w EBC), ale w obecnych warunkach dalsze złagodzenie polityki pieniężnej w taki sposób będzie miało naszym zdaniem ograniczony wpływ na wzrost gospodarczy i inflację w strefie euro.

## Wyniki badań koniunktury w strefie euro kluczowe dla złotego



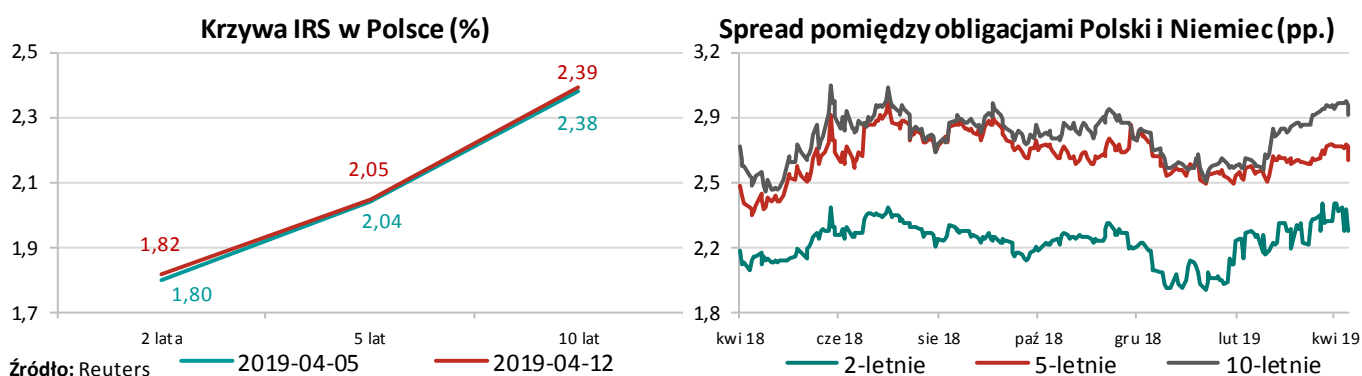
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2758 (umocnienie złotego o 0,3%).** W pierwszej części tygodnia obserwowana była łagodna aprecjacja złotego w oczekiwaniu na zaplanowane na środę posiedzenie EBC i publikację *Minutes* z marcowego posiedzenia FED. Wydźwięk konferencji po posiedzeniu EBC okazał się bardziej gołębi od oczekiwań, co doprowadziło do dalszego umocnienia złotego. W czwartek doszło do nieznacznej korekty, jednak w piątek złoty kontynuował aprecjację

wpierany przez spadek światowej awersji do ryzyka. Piątkowa decyzja agencji S&P dotycząca aktualizacji polskiego ratingu została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miała ona wpływu na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu kurs EURUSD charakteryzował się podwyższoną zmiennością. W środę doszło do jego spadku w reakcji na gotębi wydzźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu EBC. W piątek nad ranem obserwowane było natomiast wyraźne umocnienie euro względem dolara, któremu sprzyjał zwiększony popyt transakcyjny związany z przejściem dużej europejskiej instytucji finansowej przez inwestora z Azji. Ustalenia szczytu Rady Europejskiej w sprawie *Brexitu* miały ograniczony wpływ na kurs EURGBP.

Potwierdzenie przez agencję S&P ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą wyniki badań koniunktury (wstępne indeksy PMI dla strefy euro oraz indeks ZEW dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych zbliżonych do konsensusu rynkowego prognoz dane nie będą miały jednak istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralne dla kursu polskiej waluty będą najprawdopodobniej również liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, rozpoczęte budowy domów, nowe pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State i Philadelphia FED), a także dane z Chin (PKB, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich). Uważamy, że zaplanowane w tym tygodniu publikacje krajowych danych o inflacji, zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłowej nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

## Komunikat S&P neutralny dla stawek IRS



Źródło: Reuters

**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,82 (wzrost o 2pb), 5-letnie do 2,05 (wzrost o 1pb), a 10-letnie do 2,39 (wzrost o 1pb).** Od poniedziałku do czwartku stawki IRS były stabilne. Posiedzenie EBC, publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FED, a także ustalenia szczytu Rady Europejskiej w sprawie *Brexitu* nie miały istotnego wpływu na krzywą. W piątek doszło do nieznacznego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim. Piątkowa decyzja agencji S&P dotycząca aktualizacji polskiego ratingu została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miała ona wpływu na krzywą dochodowości.

Potwierdzenie przez agencję S&P ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą wyniki badań koniunktury (wstępne indeksy PMI dla strefy euro oraz indeks ZEW dla Niemiec). Uważamy jednak, że dane te nie będą miały istotnego wpływu na stawki IRS. Neutralne dla krzywej będą naszym zdaniem także liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, rozpoczęte budowy domów, nowe pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State

i Philadelphia FED) oraz dane z Chin (PKB, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich). Ograniczony wpływ na stawki IRS będą miały również publikacje krajowych danych o inflacji, zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłowej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,31
Kurs USDPLN*	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82
Kurs CHFPLN*	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,84
Inflacja CPI (r/r, %)	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	4,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	7,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-925	-34	236	192	-754	-1005	-876	-482	-29	-1248	1825	-1386		
Eksport (r/r, % EUR)	-2,8	10,4	1,5	7,7	12,0	8,9	-1,5	13,2	7,6	2,3	5,0	10,0		
Import (r/r, % EUR)	2,6	15,0	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	13,4		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2019				2020				2018	2019	2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,3	4,5	4,3	4,2	4,0	3,9	3,7	3,6	5,1	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	4,8	5,5	4,4	4,3	4,4	3,5	3,7	3,6	4,6	4,7	3,8	
Inwestycje (% r/r)	8,5	5,8	5,2	5,0	4,7	4,9	4,8	5,0	7,3	5,8	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,0	5,7	6,4	6,1	7,8	8,4	8,6	8,4	6,2	6,3	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,3	8,7	6,8	6,9	6,4	8,0	8,1	8,3	7,0	7,7	7,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,1	3,3	2,6	2,2	2,8	2,1	2,2	1,8	2,7	2,8	2,2
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,9	0,9	1,2	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9
	Eksport netto (pp.)	-0,4	-1,3	0,0	-0,2	1,0	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-1,0	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-0,7	-1,0	-1,2	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,5	5,7	5,8	5,9	5,5	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,9	0,4	0,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	8,2	7,7	7,2	7,1	7,4	7,1	6,6	6,8	7,2	7,6	7,0	
Inflacja CPI (%)*	1,2	1,5	1,6	1,7	2,0	1,9	2,1	2,2	1,6	1,5	2,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,72	1,72	1,72	1,80	1,97	1,97	2,14	2,22	1,72	1,80	2,22	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,30	4,33	4,29	4,25	4,23	4,21	4,19	4,15	4,29	4,25	4,15	
USDPLN**	3,84	3,80	3,70	3,60	3,53	3,48	3,41	3,32	3,74	3,60	3,32	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 15.04.2019r.</b>						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	1,2	1,7	1,7
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	3,7	9,0	7,0
<b>Wtorek 16.04.2019r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Kwiecień	-3,6	7,0	1,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Marzec	1,0	1,1	1,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,1	0,2	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Marzec	78,2	79,1	79,2
<b>Środa 17.04.2019r.</b>						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	I kw.	6,4	6,3	6,3
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	8,2	7,3	8,4
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	5,3	6,2	5,9
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Marzec	6,1	6,3	6,3
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Marzec	2,9	2,9	2,9
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Marzec	7,6	7,2	7,2
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Marzec	1,4	1,4	1,4
<b>Czwartek 18.04.2019r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Kwiecień	44,1	45,0	45,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	6,9	4,3	4,2
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	2,9	2,6	2,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Kwiecień	53,3	53,3	53,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Kwiecień	47,5	48,0	48,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Kwiecień	51,6	51,9	51,7
14:00	Polska	<i>Minutes z posiedzenia RPP</i>	Kwiecień			
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	-0,2	1,0	0,8
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Kwiecień	13,7	10,0	10,3
<b>Piątek 19.04.2019r.</b>						
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Marzec	1162	1220	1240
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Marzec	1291	1285	1300

\* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

\*\* Konsensus Reuters